

Ecuador
 Papel Comercial

Productos Metalúrgicos S.A.
PROMESA

Seguimiento Calificación

Emisión de Obligaciones	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
1era. Emisión USD 10 MM	AA	N/R	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último Comité de Calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

Resumen Financiero

(Millones USD)	Dic-13	Sep-14
Activos	75.5	77.4
Ventas	103.1	79.4
Margen EBITDA (%)	5.7	6.4
ROA (%)	3.5	3.6
Deuda /Capitalización (%)	54	52
CFO / Deuda Fin CP	0.30	-0.09
FCL / Deuda Fin CP	0.25	0.10
Deuda Financiera Total /FFO (x)	12.0	11.5

Actividad del Emisor: Empresa comercial de artículos de ferretería, lubricantes y herramientas para la agricultura.

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 105
ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de **AA (doble A)** al programa de papel comercial de Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA, analizado en el presente estudio. La decisión del Comité se fundamenta en la posición del emisor, que es líder del segmento de negocio donde opera, en la diversificación que mantiene por tipo de productos, la flexibilidad de la estructura operativa, y el apalancamiento de deuda mayoritariamente de largo plazo. La calificación también considera una cobertura del gasto financiero más ajustada debido principalmente al servicio de la deuda financiera del exterior.

Promesa es una empresa de tipo comercial, de productos que son en su mayor parte importados. El emisor tiene una ventaja comparativa, por la diversificación de sus ventas por tipo de producto y número de clientes, de forma que puede ajustarse a los cambios del mercado. También tienen flexibilidad en el manejo de gasto operativo, en el año han alcanzado una importante reducción de gastos, de forma que el EBITDA creció, pese a un lento incremento de las ventas, menor a lo presupuestado.

En el corto plazo, considerando que la emisión vigente vence en menos de un año, se espera un comportamiento estable del EBITDA, aun en un escenario de bajo crecimiento de ventas, pero manteniendo el margen bruto en un porcentaje similar al actual.

Bajo los supuestos analizados, se estima que la empresa tiene capacidad de mantener el nivel actual de endeudamiento, y cumplir con los vencimientos contractuales de la deuda. Si bien Promesa maneja niveles altos de deuda en relación a su EBITDA comparado con otras compañías del segmento que están calificadas en la misma escala, la estructura de deuda de largo plazo, no compromete el flujo de pago para el presente programa de papel comercial. De darse un cambio en las condiciones de dicha deuda, podría revisarse la calificación, lo cual no se espera que ocurra en el corto plazo.

En relación a la liquidez, los indicadores son volátiles y dependen especialmente de las variaciones estacionales de capital de trabajo. Al mes de septiembre 2014, la variación negativa fue mayor pues la empresa tuvo que financiar más días de inventarios y cuentas por cobrar, haciendo negativo al flujo de caja operativo. Se espera que la liquidez aumente hasta finalizar el año. La empresa mantiene líneas de crédito abiertas y la posibilidad de colocar el saldo de papel comercial, lo cual mitiga en alguna medida el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo.

FECHA COMITE: 28/Noviembre/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Septiembre/2014

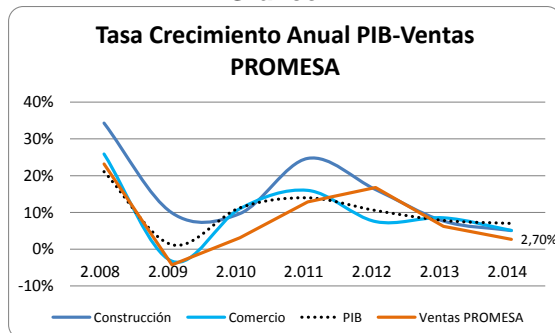
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA
Monto Total Emisión:	USD 10,000,000
Monto en Circulación:	USD 2,500,000
Fecha Aprobación SIC:	14-ago-13
No. Resolución SIC:	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0004765
Fecha 1ra Colocación:	29-ago-13
Fecha Vencimiento:	23-ago-14
Fecha Tope del Programa:	04-ago-15
Plazo Programa:	720 días
Plazo Emisión:	359 días
Cupón de Interés:	cupón cero
Pago de Capital:	Al vencimiento de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo y sustitución de pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	MasValores Casa de Valores S.A. CAVAMASA
Agente Pagador :	Banco Bolivariano C.A.
Rep. Obligacionistas:	Asesora S.A.

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



Fuente: BCE y Promesa

Elaboración: BWR

*Variación de PIB en valores corrientes, variación de monto de ventas anuales de Promesa.

Promesa se desenvuelve en el sector comercial del Ecuador, principalmente relacionado al segmento de la construcción y vehículos. Estas dos actividades económicas han sido dinámicas en los últimos años en el país, debido a una mayor liquidez en el sistema, facilidades de financiamiento en el sistema financiero privado y público, y además, influenciado por la inversión pública realizada por el Gobierno.

En los últimos seis años, la economía del Ecuador en términos corrientes creció en promedio en 11% anual. De acuerdo a las previsiones económicas publicadas por el Banco Central del Ecuador

(BCE), en el 2014 el crecimiento económico se desacelerará a 7.01%.

De la misma forma se han desacelerado actividades como la construcción y el comercio, las cuales crecerán a un ritmo estimado de 5% anual.

Frente a un alto déficit de la Balanza Comercial no petrolera, el Gobierno Central ha implementado varias medidas regulatorias para controlar en algún porcentaje el movimiento de las importaciones, lo que se tradujo en menor dinamismo en las ventas de varias empresas comerciales en el último año.

La empresa emisora se desenvuelve en un segmento comercial de artículos de ferretería, repuestos automotrices y lubricantes. La demanda de estos productos proviene principalmente de actividades como la construcción y el transporte, no solo en relación a la generación de edificaciones nuevas sino también a un mercado de reposición y mantenimiento de muebles e inmuebles. En general, por este aspecto se estima que se trata de una demanda estable, y en alguna medida predecible.

No obstante, en el año 2014 se percibe que la desaceleración de la construcción sí tuvo un efecto en menores ventas de la empresa, frente al presupuesto estimado de inicio de año.

El segmento ferretero en el país está constituido por varias empresas que compiten por precios, diversidad de productos y servicios. La mayor parte del sector corresponde a comercializadoras que importan productos de Europa y Asia principalmente.

Las empresas más grandes manejan ventajas diferenciales por volumen de ventas, cobertura con puntos de venta, capacidad para dar facilidades de financiamiento y disposición de productos en inventario. La competencia presiona los precios, y por ende los márgenes, las empresas mejor posicionadas tienen mayor facilidad de manejo de un margen bruto estable.

Las barreras de entrada para nuevos competidores son bajas, en comparación a otras actividades económicas. Las empresas líderes se basan en economías de escala, con altos volúmenes de venta para diluir los costos fijos, incrementos de precios y gasto comercial. Una de las ventajas de las empresas comerciales es que mantienen estructuras flexibles que pueden contraerse en caso de que el mercado o la economía así exijan.

Los productos de tipo ferretero son en su mayoría importados de países desarrollados en especial del



Asia, la rotación del inventario suele ser lenta en comparación a otros sectores y los plazos de financiamiento con proveedores más cortos. Las compras al exterior generan potenciales riesgos de tipo de cambio de la deuda comercial.

Si bien la política actual del Gobierno de impulsar la sustitución de importación de productos por fabricación local puede ser una amenaza al segmento comercial, esta es poco representativa en relación a varios de los productos que comercializa Promesa, dado que no existen actualmente las condiciones ni la capacidad de fabricación de estos productos en el Ecuador.

▪ **PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA es una empresa madura con más de 50 años en el mercado ferretero, repuestos automotrices y de lubricantes. Su trayectoria y el volumen alcanzado de ventas le otorgan un importante posicionamiento en su segmento como líder por ventas.

El 80% de las ventas de la Compañía son productos importados de diversos países del continente americano, Asia y Europa; un 20% es provisto por la industria local.

La empresa tiene una alta diversificación de la cartera de productos que ofrece. En la división ferretera se manejan 37 líneas y en la división automotriz son 20, ninguna línea representa más del 5% de las ventas totales. Su cartera de clientes también es desconcentrada, maneja alrededor de 5000 clientes, sin que alguno concentre más del 2% de la cartera total.

La empresa tiene su oficina principal en la ciudad de Guayaquil donde además, posee un centro de distribución tecnificado para hacer el manejo de inventarios y despacho de mercaderías a todo el país. Tiene también una oficina de ventas en Quito, que maneja temas administrativos para el área comercial. La gestión comercial y administrativa está concentrada en la ciudad de Guayaquil.

Promesa es líder del mercado en la mayoría de productos que comercializa, y es un importante proveedor local de material ferretero para otras cadenas comerciales.

Según información proporcionada por el emisor, de acuerdo a investigaciones de mercado realizadas por empresas privadas, PROMESA es calificado como el mejor proveedor de artículos de ferretería y repuestos. La Compañía es líder por recordación de marca, según el estudio, y se encuentra

calificada en los primeros lugares como proveedor por la mayoría de sus clientes.

Las líneas de lubricantes, repuestos automotrices y recientemente la de llantas han mostrado rápido crecimiento y alta rentabilidad, ligado al crecimiento del parque automotor en el país.

Promesa no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

La empresa no es parte de ningún grupo empresarial ni tiene empresas vinculadas comercialmente, ni tampoco existen empresas de propiedad de los accionistas que tengan vinculación comercial ni de negocios con Promesa.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Productos Metalúrgicos PROMESA S.A. tiene como accionistas a cuatro empresas con una participación de 25% cada una. Se encuentran domiciliadas en el Ecuador, y su objeto social es dedicarse exclusivamente a la tenencia de acciones, participaciones, derechos corporativos o valores en sociedades, sean éstas nacionales o extranjeras.

Nombre	Tipo Persona	Monto	%
BEROSEL S.A.	Jurídica	1.757.338	25
BIFIANCO S.A.	Jurídica	1.757.338	25
KERISAM	Jurídica	1.757.338	25
LIESCO S.A.	Jurídica	1.757.338	25

Fuente: Promesa

Elaboración: BWR

Los principales accionistas de las empresas son parte de una familia de reconocida trayectoria y conocimiento del mercado. El soporte de los accionistas se refleja en una política de no reparto de dividendos, además tienen disposición y capacidad de dar garantías para obtener financiamiento.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La estrategia actual de la Administración de Promesa está dirigida a desarrollar en mayor medida las ventas de productos de marca propia, tanto en la línea ferretera como en lubricantes, las cuales manejan mayores márgenes y pueden ganar participación de mercado. En el caso de los lubricantes, la empresa ha logrado posicionar la marca, y gracias a las medidas de protección del Gobierno se espera que este producto continúe creciendo en ventas en este año.

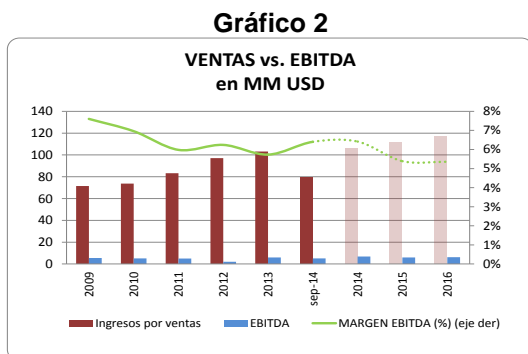
Otra estrategia importante es la constante búsqueda de eficiencia dentro de la cadena de distribución para ofrecer de forma oportuna y diversificada la gama de productos. Durante el 2013 se invirtieron recursos para optimizar el espacio físico del Centro de distribución, de forma que ganaron capacidad instalada sin inversión en espacio físico adicional. En el 2014 se ha realizado una reestructura del personal, que generó una importante reducción de gastos operativos, mayor a la proyectada inicialmente.

El gobierno corporativo es conservador, si bien la Dirección responde a la visión del grupo familiar propietario, la Administración está a cargo de profesionales con conocimiento de la operación y del mercado. La decisión de no repartir dividendos ha permitido la reinversión del 100% de los resultados generados por la empresa. Esta política se mantendría mientras dure la emisión objeto de este análisis según se indica en las proyecciones. Dentro de los próximos dos años no se esperan inversiones importantes en CAPEX, en función de las últimas proyecciones presentadas; no obstante, esto estaría sujeto al comportamiento y oportunidades del mercado.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

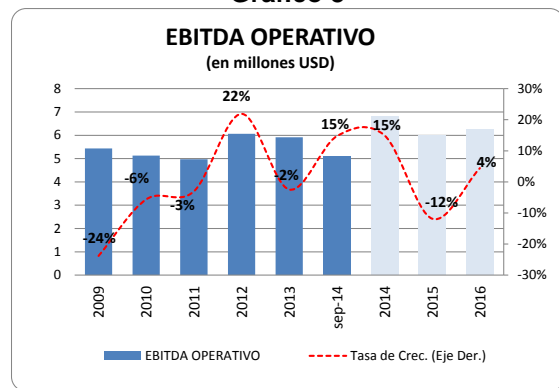
Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros al 2009, 2010 y 2011 auditados por la firma PriceWaterHouse-Coopers, bajo Normas NEC, y para el año 2012 y 2013 informes auditados por la firma Deloitte & Touche, bajo Normas NIIF. Además se analizó información interina con corte a septiembre 2014, también bajo Normas NIIF.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**



Fuente: Promesa Elaboración: BWR *Ventas reales no anualizadas al mes de septiembre 2014

Gráfico 3



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

*Monto de EBITDA real a septiembre 2014, % crecimiento anualizado a la misma fecha.

Las ventas de Promesa alcanzaron un monto de USD 79 MM al mes de septiembre 2014, un crecimiento anualizado de 2.7% respecto al 2013. Las perspectivas de crecimiento de las ventas no se han cumplido, pues se esperaba que las ventas se dinamizaran en el segundo semestre del año y se alcanzara un crecimiento de 10% anual.

La división de ferretería, que a la fecha de corte corresponde al 66% de las ventas, tiene un mínimo crecimiento en este año, como efecto de una desaceleración de los sectores de la construcción y comercial en el país, que se vio en el primer semestre de este año y no se recuperó en los últimos meses como se esperaba.

Por otro lado, la línea automotriz creció en 8% anual y gana participación en el total de ventas de Promesa, apoyada adicionalmente por la línea de llantas importadas de Asia para vehículos livianos y pesados.

Las perspectivas de ventas hasta finalizar el año son conservadoras, se espera que la empresa alcance un crecimiento del 3%. Para los siguientes dos años la estimación de crecimiento es algo mayor aunque también conservadora (5% anual de crecimiento en ventas), bajo la perspectiva de que los sectores a los que atiende la empresa incrementen su actividad económica en estos períodos.

El margen bruto actual es inferior al de diciembre 2013 (19.11% sep-14; 21.48% dic-13; 19.51% sep-2013); no obstante, hay un efecto estacional que debería ajustarse hasta finalizar el año. Bajo esta premisa esperamos que el margen bruto se mantenga en al menos 20% durante el plazo de vigencia de la emisión.

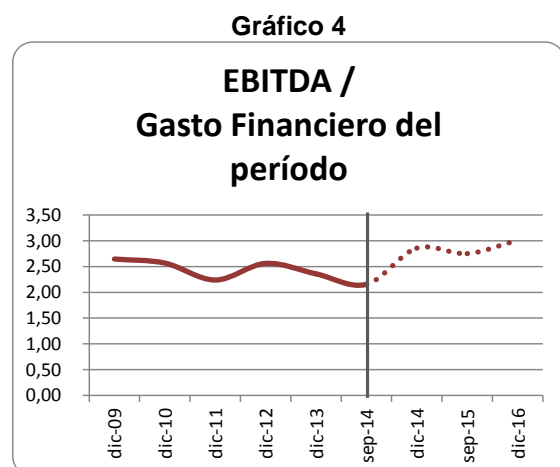
Promesa es una empresa que históricamente ha sido generadora de flujos operativos positivos y crecientes desde el año 2009. Al ser una empresa

de tipo comercial existe flexibilidad para adaptar la estructura de ventas a la realidad del mercado.

Al mes de septiembre 2014 el EBITDA generado fue USD 5 MM, lo que significó un crecimiento de 10.9%. Si bien el volumen de ventas se desaceleró y el margen es algo menor en comparación a lo registrado en el mismo período 2013, el EBITDA se benefició de una importante contracción del gasto comercial, que disminuyó en 28%.

Las proyecciones del 2014 utilizadas para el análisis consideran que el gasto operativo termine en niveles similares al 2013, lo que permitiría que el EBITDA crezca en 15% anual. Para los siguientes dos períodos se ha estimado un estrés adicional a las premisas planteadas por la Administración. Bajo estas condiciones, el EBITDA podría contraerse en un 12% en el 2015, y recuperarse en el 2016.

Las premisas utilizadas son conservadoras y consideran un crecimiento lento del sector de la construcción en el 2015, aumento del gasto operativo proporcional al de la ventas, y una presión del margen bruto por parte de la competencia.



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Promesa ha manejado históricamente índices estables de cobertura de la generación hacia el gasto operativo, que han estado en un nivel por sobre las dos veces en los años analizados, como se puede observar en el gráfico anterior. En los siguientes dos años se espera que el indicador se mantenga estable, pues no está previsto un cambio importante en el volumen ni condiciones de la deuda financiera.

En cuanto a los ingresos y gastos no operativos, al mes de septiembre 2014, estos presentan un resultado no operativo neto positivo de USD 1.2 MM. Los ingresos no operativos provienen

principalmente del diferencial cambiario por la negociación con proveedores, en especial del Japón. El yen japonés continúa con una tendencia a devaluarse frente al dólar de Estados Unidos, de manera que la compañía registra un valor favorable en este período, siendo este un ingreso no recurrente y volátil.

El gasto financiero presenta un incremento en este año de 33%, consecuencia del registro del papel comercial que tiene un costo mayor. Su cobertura es más ajustada que la de otras empresas con la misma calificación debido a que el pago del interés del crédito externo de largo plazo que mantiene la empresa grava el impuesto de salida de divisas.

El incremento del gasto financiero hace que el resultado neto a septiembre 2014 sea de menor en 13.9% al de septiembre 2013. Los índices de rentabilidad también se contraen; la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 9.77% y sobre activos (ROA) fue 3.66%.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	sep-14
Total Activo Corriente	79%	81%	82%	83%
Fondos Disponibles	3%	1%	3%	2%
CxC Comerciales	36%	37%	39%	37%
Inventarios Neto	39%	42%	37%	40%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	1%	2%
Gastos anticipados	1%	0%	0%	1%
Total Activo No Corriente	21%	19%	18%	17%
Propiedades	20%	17%	17%	16%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

PASIVOS

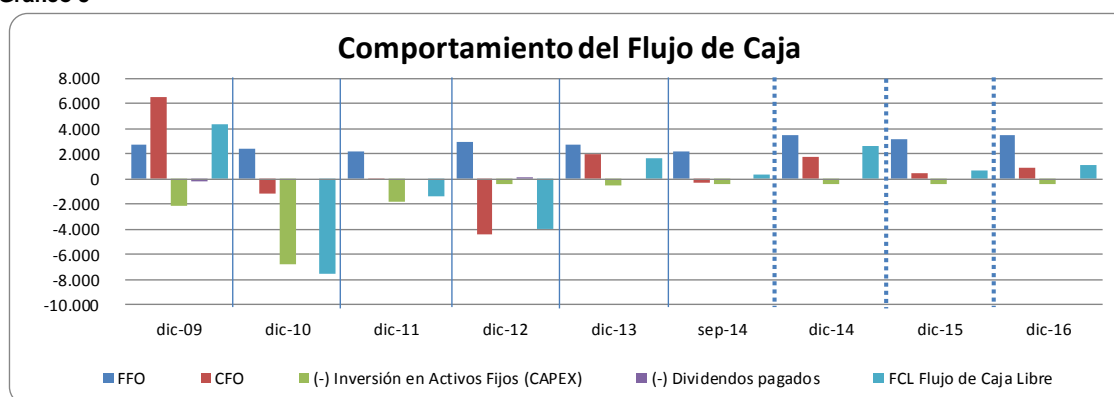
	dic-11	dic-12	dic-13	sep-14
Total Pasivo Corriente	26%	28%	26%	24%
Deuda Financiera CP	5%	8%	9%	7%
Deuda Comercial	16%	13%	13%	11%
Otros Pasivos CP	29%	36%	22%	39%
Total Pasivo LP	41%	38%	38%	37%
PATRIMONIO	32%	34%	37%	38%

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja Libre (FCL) de Promesa al mes de septiembre 2014 es positivo en un monto de USD 380 M, menor al monto del mismo período 2013 que fue de USD 1.3 MM.

Gráfico 5



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Si bien el EBITDA generado hasta septiembre creció y fue suficiente para cubrir el gasto financiero y de impuestos, un mayor requerimiento de capital de trabajo por mayores inventarios y menores pasivos comerciales presionaron los flujos del período, y el flujo de caja operativo (CFO) fue negativo en USD 353 M. Este efecto es coyuntural y esperamos que se revierta hacia fines de año.

Como se puede observar en el *gráfico 5*, en los tres años anteriores al 2013, la empresa realizó importantes inversiones en CAPEX que presionaron el flujo de caja, por lo cual la deuda debió ser refinanciada en su totalidad. En el 2013, con un requerimiento bajo de inversión en activos fijos, la compañía tuvo liquidez suficiente para cubrir la operación y mantener un flujo de caja libre positivo.

Hasta septiembre 2014, la empresa ha realizado inversiones en activos fijos correspondientes solamente a mantenimiento, en un monto menor en comparación a años anteriores.

El flujo del año 2014 se beneficia del ingreso no operativo proveniente de ganancias en tipo de cambio de USD 1.1 MM, de forma que el flujo de caja libre fue positivo y permitió cancelar parte de los requerimientos de pago de capital de la deuda en el período.

La deuda financiera de Promesa está constituida en su mayor parte en el largo plazo (80%), con un crédito con una institución financiera del exterior, que mantiene una garantía externa al balance de la empresa y que no tiene amortizaciones programadas dentro del plazo de vigencia de la emisión calificada. El 20% restante corresponde a deuda local con bancos y a la emisión de papel comercial en mercado de valores.

La deuda bancaria local es con dos instituciones, con garantía hipotecaria y bajo firmas, y una tasa

de interés similar al promedio de la tasa corporativa del sistema. Esta deuda tiene vencimientos entre el 2014 y 2015. Con dichas instituciones Promesa mantiene líneas de crédito abiertas.

La deuda en mercado de valores asciende a septiembre 2014 a USD 2.5 MM, de un programa total aprobado de USD 10 MM. La empresa tiene posibilidad de financiamiento por el saldo disponible durante el plazo de vigencia del programa de papel comercial.

En el año 2013, la deuda con el exterior se incrementó por la capitalización de intereses. Según las proyecciones de la Empresa, durante el 2014 se cancelarían los intereses correspondientes, por tanto no se proyecta un aumento del endeudamiento con el exterior.

Otro pasivo de largo plazo lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio, que significan el 4.6% del pasivo total. Según información del Auditor, la Compañía cuenta con estudios actuariales realizados por peritos independientes, y realiza el gasto de provisión en función de ellos.

En cuanto a otros contingentes, según el informe de auditoría externa del 2013, existe un reclamo administrativo por una glosa fiscal establecida por el impuesto a la renta del año 2008; no obstante, dado que no existe un pronunciamiento definitivo del SRI, la Administración de la Compañía considera que no existe una obligación tributaria pendiente pues el proceso está en etapa de resolución. (Informe Delloitte&Touche diciembre 2013).

Deuda Financiera: Vencimientos

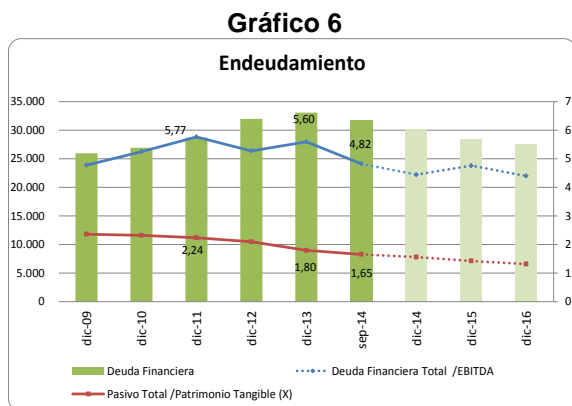
al 30 de septiembre del 2014 Miles USD

Pagos Corrientes	5.141
Dos Años	2.511
Cinco Años	24.055

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Promesa es una empresa que históricamente ha mantenido niveles de endeudamiento altos en relación a la generación de EBITDA; con índices superiores al promedio de los de empresas comerciales calificadas en la misma escala. Sin embargo, el emisor maneja varios factores mitigantes como son: la estructura de deuda de largo plazo, el préstamo con el exterior con garantía externa, y las líneas abiertas de refinanciamiento.

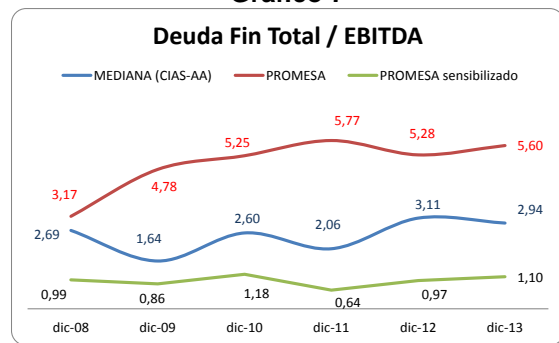
El índice de deuda financiera sobre EBITDA a septiembre 2014 fue 4.82 veces. En el gráfico 6 se puede observar la tendencia del indicador, el cual bajo las premisas de proyección del EBITDA disminuye hasta finalizar el 2014, y se mantiene más estable en los siguientes dos períodos.



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Para la calificación de la presente emisión se realiza una sensibilidad al índice de deuda, sin considerar el préstamo del exterior, debido a que su amortización se realizaría fuera del plazo de vigencia del programa de papel comercial y por tanto la generación de la Empresa sería utilizada para el pago de su capital. Con este ajuste, Promesa mantiene un índice estable de endeudamiento sobre EBITDA, que históricamente es menor a una vez.

Gráfico 7



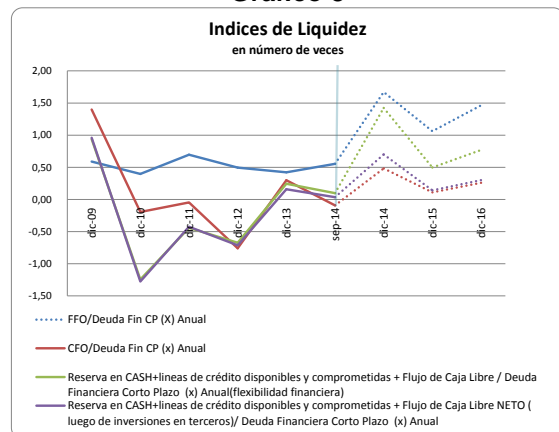
Fuente: Promesa Elaboración: BWR

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, con una tendencia a decrecer a medida que el patrimonio se fortalece con la incorporación del 100% de las utilidades generadas. Se espera que la política de retención de las utilidades en el balance se mantenga durante la vigencia de la emisión calificada.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 8



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Los indicadores de liquidez de Promesa muestran un comportamiento volátil, debido a los movimientos del EBITDA y a los diferentes requerimientos de capital de trabajo, que cambian en función de las ventas en los años analizados.

Al mes de septiembre 2014, la empresa alcanzó un flujo de caja libre (FCL) positivo y se canceló parte de la deuda financiera, que correspondía a los pagos corrientes de la deuda vigente.

Como muestra el gráfico 8, al mes de septiembre la liquidez de la empresa se contrae, en especial por efecto de la variación del capital de trabajo; sin embargo, bajo las premisas establecidas en la proyección se espera que la liquidez se incremente

hasta finalizar el año 2014, y mantenga indicadores positivos en los siguientes dos períodos.

El riesgo de refinanciamiento en el corto plazo estaría mitigado por el cupo disponible para la colocación del monto restante de la emisión de papel comercial y el acceso a líneas bancarias abiertas.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

Fecha de corte	sep-14
Activo Líquido (USD M)	1.635,50
Activo Ajustado (USD M)	76.461,49
Activo Total (USD M)	77.388,96

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	5.898,22	5.898,22	0,28	12,96
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	5.151,60	11.049,82	0,15	6,92
3era	Deuda sin garantía específica de balance	36.606,64	47.656,46	0,03	1,60
TOTAL		47.656,46	47.656,46	0,03	1,60

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

Resguardos

A más de los resguardos de Ley, las emisiones analizadas en circulación no cuentan con resguardos adicionales. La emisión cumple con los resguardos de Ley correspondientes.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

Esta es la primera experiencia del emisor en el mercado de valores ecuatoriano, y no tiene emisiones vigentes, adicionales a la analizada en este estudio.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación

de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

PROMESA

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14	sep-14
Resumen de Resultados							
Ventas	71.501	73.715	83.179	97.142	103.162	25.996	79.467
% crecimiento	-4,2%	3,1%	12,8%	16,8%	6,2%	0,8%	2,7%
MARGEN BRUTO (%)	20,7%	22,9%	22,0%	21,1%	21,5%	19,2%	19,1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.437	5.131	4.974	6.063	5.913	1.918	5.087
MARGEN EBITDA (%)	7,6%	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	7,4%	6,4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.437	5.131	4.974	6.064	5.913	1.918	5.087
MARGEN EBITDAR (%)	7,6%	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	7,4%	6,4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.776	4.433	3.922	4.889	5.262	1.075	3.858
MARGEN EBIT (%)	5,3%	6,0%	4,7%	5,0%	5,1%	4,1%	4,9%
Gasto Financiero del período	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-565	-2.361
Impuestos a la renta	-636	-721	-531	-774	-648	-180	-593
UTILIDAD NETA	1.298	2.192	1.860	3.166	2.646	639	2.101
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	8.138	1.328	1.738	832	2.966	2.391	1.635
Capital de Trabajo	33.116	36.769	39.803	46.367	47.356	47.757	51.054
Cuentas por Cobrar Comerciales	19.033	20.798	24.373	27.146	29.106	28.599	28.713
Inventarios	20.127	21.759	26.012	31.362	28.288	28.191	31.170
Cuentas por Pagar Proveedores	6.044	5.788	10.582	12.141	10.038	9.033	8.829
Deuda Financiera Total	25.978	26.919	28.686	31.987	33.088	32.091	31.707
Otros Pasivos	4.306	5.280	6.077	4.862	4.813	5.863	6.122
Patrimonio	16.096	18.288	21.786	24.968	27.631	28.271	29.733
Patrimonio Tangible	15.387	16.367	20.261	23.393	26.704	27.343	28.805
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	5.437	5.131	4.974	6.063	5.913	1.918	5.087
(-) Gasto Financiero del período	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-565	-2.361
(-) Impuesto a la renta del período	-636	-721	-531	-774	-648	-180	-593
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	1	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.745	2.411	2.221	2.922	2.757	1.173	2.134
(-) Variación Capital de Trabajo	3.763	-3.592	-2.370	-7.401	-804	1.312	-2.487
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	6.508	-1.182	-149	-4.480	1.953	2.485	-353
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	214	479	691	1.420	539	305	1.197
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	5	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-253	0	0	16	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.109	-6.854	-1.846	-426	-547	-551	-464
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-104	-506	-346	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	4.361	-7.557	-1.407	-3.976	1.600	2.244	380
Margen de Flujo de Caja Libre %	6,1%	-10,3%	-1,7%	-4,1%	1,6%	8,6%	0,5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	3.353	942	1.767	3.300	1.102	-997	-1.381
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	97	-197	52	-232	-563	-177	-329
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	7.811	-6.813	412	-909	2.139	1.070	-1.330
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	328	8.138	1.328	1.738	832	2.966	2.966
Indicadores							
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,02	1,89	1,81	1,93	1,87	2,57	1,72
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2,64	2,57	2,24	2,56	2,36	3,39	2,15
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2,64	2,57	2,24	2,56	2,36	3,39	2,15
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibili	4,78	5,25	5,77	5,28	5,60	4,31	4,82
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	3,28	4,99	5,42	5,14	5,09	3,79	4,58
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	62%	60%	57%	56%	54%	54%	52%
FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,59	0,40	0,70	0,50	0,42	0,85	0,55
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,40	(0,19)	(0,05)	(0,76)	0,30	1,80	(0,09)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	0,94	(1,24)	(0,44)	(0,67)	0,25	1,62	0,10
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	0,96	(1,28)	(0,42)	(0,71)	0,16	1,59	0,03



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2014.